

论我国专业寿险投资基金的构建与设计

林艳红

(厦门大学 财政金融研究所, 福建 厦门 361005)

关键词 寿险投资困境 专业寿险投资基金 结构设计 条件

摘要 我国寿险投资运作的困境带来了一些消极影响,尤其是伤及寿险公司的偿付能力。拓宽寿险资金投资渠道——构建专业寿险投资基金的设计方案与应具备条件的设想,以期对改善寿险资金投资运作的困境有所帮助。

中图分类号 F840.32 文献标识码 A 文章编号 1009-3753(2001)02-0050-04

一、当前我国寿险资金投资运作的困境

目前,我国的寿险公司进行投资的效果,即盈利水平不尽人意。据有关数据,1999年我国寿险公司(包括综合性保险公司)的寿险资金的综合回报率仅在5%左右,而同期证券市场的平均收益率达到10%以上。究其原因,在于寿险投资运作的内外环境中存在诸多难点:

(一)外部管制严格。这主要体现在政策限制和法律限制两个方面:

1. 政策限制。《保险法》公布以后,尽管中国保险监管部门开始运用偿付能力管理等间接管理方式进行监管,但限于技术的相对落后,这种监管还是相当粗略的。为了控制寿险公司的经营风险,监管部门只得依靠对投资渠道的严格限制和对条款、费率的逐项审查。这导致寿险公司投资范围的拓宽在近期内较难获得政策支持。目前对保险资金进入证券市场的低比例限制就是明证。另一方面,由于认识的误区——以为保险公司的保费收入就是保险公司赚的“钱”,财政部门仍坚持对保险行业的高税率政策。按税法规定,对保险公司征收的营业税高达8%,税赋的沉重直接加大了寿险公司资金运用的成本。

2. 法律限制。基于对我国金融市场发育程度和保险资金运用安全性的考虑,1995年的《保险法》对保险公司的资金运用方式作了严格的限制:“限于在银行存款、买卖政府债券、金融债券和

国务院规定的其他资金运用形式。保险公司的资金不得用于设立证券经营机构和向企业投资。”随着寿险个人营销业务的快速推进,寿险公司积累了巨额的可运用资金,而《保险法》的限制更凸显了寿险资金运用渠道的狭窄,成为寿险投资发展的最大障碍。尽管1998年以来出台了一系列政策和办法,如向保险公司放开全国同业拆借市场、面向保险公司发行金融债券和专项国债,允许保险公司买卖AA+以上的铁路、三峡、电力等中央企业债券乃至允许保险公司通过购买证券投资基金间接进入证券市场,但是这些并未正式列入《保险法》中,法律依据的缺乏使寿险公司难以开展投资方式、方法的创新,而只能被动地依赖政策的逐步放松。

(二)现有投资环境难以满足寿险公司投资运作的需求。

1. 利率尚处于管制中,缺乏竞争性的市场化利率。近10年来,我国寿险资金运用主要限于银行存款,比例达到50%以上。由于存款利率由政府制定和变更,银行等储蓄机构只享有有限的浮动选择权,寿险公司将资金转化为活期存款和定期存款等投资形式时,就难以享受到由业务竞争所带来的优惠利率。另一方面,利率不是由市场机制生成的,而是作为货币政策工具随宏观经济形势由央行适时调整,这导致寿险公司对投资风险自主性差,难以防范利率变化的风险。目

前,我国寿险公司的投资对象以利率产品为主,如银行存款和债券,其投资收益对利率的依存度很高。1996年以来,我国央行连续七次下调银行存款利率,现在5年期的存款利率只有2.88%,活期存款利率只有0.99%,寿险资金的收益水平随之一降再降,却没有合理的渠道对此加以防范和规避。

2. 市场缺乏具有稳定收益率的中长期投资工具。我们知道,寿险公司以10年—30年的长期保单居多,也几乎没有像财产保险的突发性给付高额保险金的情况,因此寿险资金较为稳定,具有长期性。这样,它的流动性要求相对会低一些,较适合投资于长期储蓄、长期国债、长期金融债券等。但是,市场的现实是缺乏收益稳定的中长期投资工具。银行储蓄存款最长只有五年,最长的国债品种也只有十年(流通性极差的凭证式国债)。而且国债交易所内流通总量不足600亿元,还要由银行、证券投资基金、保险公司和其他机构共同分享,保险公司所能得到的份额十分有限。至于金融债券,发行规模更小,只能作为寿险投资的补充渠道。这些使得寿险公司难以充分贯彻资产负债结构相匹配的投资管理原则,相当部分的寿险资金投资向了投机性较大、风险较高的短期投资项目,直接影响寿险资金的安全和投资效果。

3. 通过证券投资基金间接入市,投资可控性较差。从1999年10月开始,保险公司被允许在一级市场申购和二级市场购买一定比例的证券投资基金。到2000年10月,我国保险业的当年投资额为1128亿元,其中用于证券投资基金的尚不足总量的10%,仅为106亿元。与当初政策出台时设想的300亿元的理论规模相去甚远。寿险公司对新开通的投资渠道积极性不高的原因,除了监管部门对保险资金入市的比例控制外,更重要的还在于间接入市的方式难以真正符合寿险资金的投资需求。目前我国市场上的基金均为契约型封闭式基金,基金管理人的报酬与二级市场基金单位的交易价格无关,这使得寿险公司既不能“用手投票”,也不能“用脚投票”,只能做一个消极的被动投资者。另一方面,上市的基金是针对广大中小投资者设计的,没有考虑到保险资金的性质、特点及其特殊的风险收益偏好,这就很难使基金的投资组合满足寿险公司对资产组合的要求,尤其是基金经营缺少透明度,更使寿险公司难以监

控基金的投资。若从交易成本的角度考虑,寿险资金间接入市,需要支付基金资产净值2.5%的管理费和0.25%的托管费,这些费用和基金收益相比显得过高,直接增加寿险资金投资证券市场的成本,降低了投资利润。

(三)寿险公司投资经验有限,缺乏专业的保险投资人才。由于长期受到投资管制,资金可运用渠道狭窄,投资运作方式简单,寿险公司运用资金的主动性有限。因为只需简单地把资金存入银行、购买债券就算完成了投资过程。这导致了寿险业长期缺乏资本投资意识,疏于公司投资管理体系建设和专业性人才的培养,对提高资金运用能力、增强寿险业的发展潜力产生不利影响。

二、寿险资金投资运作受到限制所产生的消极影响

对我国寿险业来讲,投资运作中的诸多难点,归根到底,就是寿险资金的运用受到限制。随着保险发展步伐加快以及加入WTO已指日可待,限制性的法律和政策无疑会产生消极的后果:

1. 不利于寿险利差风险的化解。人寿保险产品中的预定利率是寿险产品的主要成本之一。2000年10月,日本千代田、协荣两家生命保险公司相继申请破产,其原因就在于它们的资产收益率无法承担泡沫经济时期所销售大量的高预定利率保单的给付。反观我国寿险业,1996以来央行已连续七次降低银行存款利率,还取消了对寿险责任准备金的特定利率,只按活期存款计息。这对资产形式为银行存款的50%以上的寿险资金而言,投资收益率随之一降再降。而同期保单的预定利率均高于银行存款利率,倒挂2%—4%,无疑已形成巨额利差损。如果寿险资金的投资渠道无法得到放宽,投资收益率就难以提高,利差风险也就难以得到化解,甚至可能增大利差风险。

2. 不利于寿险公司偿付能力的保持和提高。目前,我国寿险公司面临的最大问题就是偿付能力不足。偿付能力是指以资产抵偿其负债的能力。而偿付能力的提高很大程度上依赖于投资收益的提高。如果按4.5%—5%的资金收益率测算,未来10年内我国各寿险公司仅1998年业务量的利差损失累计将达1623亿元,其在政府限定的投资范围内每年利差损失就有3到6个百分点。而再过5到10年正是这些保单的给付和偿还高峰期,若依然限制保险资金的运用渠道,待我

国加入 WTO 后, 保险市场竞争更为激烈, 极有可能出现寿险公司的偿付危机。

3. 不利于现代保险产品的开发和推广。目前, 各寿险公司销售的绝大多数为传统寿险产品——固定预定利率的长期保单, 既不利于风险管理, 也缺乏同其他金融投资工具的竞争力。投资类保险产品, 如投资连接保险, 则不存在固定利率, 除能够较好地化解利差风险外, 还有利于拓宽保险的服务领域, 在国外已成为寿险险种的发展方向。但是, 缺乏投资渠道的多元化, 投资类保险产品将不会有长久生命力。因为如果寿险公司的投资渠道仍很狭窄, 它的投资账户收益率就难以与其他金融机构(如投资基金)竞争, 理性消费者自然会选择其他金融产品, 寿险公司新险种的推出难以受到市场青睐, 直接导致寿险公司开发新产品的动力不足。

三、拓宽寿险资金投资渠道的设想——构建专业寿险投资基金的方案设计

如上分析, 寿险资金投资渠道能否得到拓宽已关系到我国寿险业的长远发展。参照国际保险的发展经验, 资本市场的投资收益是寿险公司盈利、竞争力和偿付能力的重要源泉。因此, 我国放松对寿险资金进入资本市场的管制应是方向。尽管现在已为保险公司提供了一个间接投资股票市场的渠道, 但是目前市场上现有的基金种类显然无法满足寿险资金的投资需求, 尤其是与寿险投资连接产品的复杂性和多样性相适应的基金品种更为缺乏。本文拟设计一种拓宽寿险资金运用渠道的方案——构建专业寿险投资基金, 为寿险投资运作提供更大的空间。

(一) 设立专业寿险投资基金应具备的条件

设立专业寿险投资基金, 虽然有利于寿险公司投资渠道的拓宽, 但现行的政策、法律条件下并不可行。要使这一设想成为现实, 有赖于政策、法律的相应调整及监管力度的加强。

1. 法律方面:

(1) 目前, 《证券投资基金管理暂行办法》禁止保险公司充当投资基金发起人。只有允许保险公司作为基金发起人并出台关于寿险基金发起人资格、基金类型、基金规模、基金运作、收益分配等一系列法规, 专业寿险投资基金的运作才有法可依, 寿险公司的利益才能得到有效的保障。具体包括: ①明确专业寿险投资基金的定位——资本市

场的机构投资者, 以稳健的长期运作为经营目标; ②明确对专业投资基金的发起人的人数限制及寿险公司作为发起人所应具备的条件。如资产规模、盈利能力、资产负债比例等; ③规定专业寿险投资基金的组合中中长期投资比例、流动性资产与非流动资产比例等相关比例限制, 以保证基金的变现力与稳定性, 减少基金的投机行为; ④合理确定基金的范围, 允许基金在货币市场和资本市场进行组合投资。同时对准予基金投资的股票的发行公司作严格规定, 如有能力连续若干年分配股息等。

(2) 现行《公司法》第 34 条规定有限责任公司的“股东在公司登记后, 不得抽回投资”。这无疑是对投资基金公司的开放式运作的最大限制。笔者认为, 鉴于专业投资基金运作的特殊性, 对这一条款可以作一除外规定。

2. 政策方面:

(1) 降低对保险公司的营业税税率, 对专业寿险基金实行必要的税收优惠政策。除提高其盈利能力外, 还可引导基金的投资方向与规模。

(2) 在寿险投资基金运行初期, 考虑到寿险基金规模巨大, 开放式结构在市场走低时将产生巨额的资产要求, 可能会对我国规模尚不大的证券市场产生较大的冲击, 建议由政府及有关证券市场监管部门组建不以营利为目的的平准基金, 来消除上述影响。

3. 监管方面:

(1) 严格规范基金管理人的投资行为, 对违规操作, 尤其是对利用资金规模优势哄抬或打压股价的投机行为予以严惩。

(2) 严格信息披露制度, 增加基金投资运作的透明度。

(3) 对投资基金经理人员规定相应的从业资格标准, 并定期培训考核。

除此之外, 寿险公司内部也需要建立起科学的投资决策机制与资产负债管理体系。

(二) 专业寿险投资基金的结构设计

1. 构想概述。目前, 契约型封闭式基金的缺陷制约了寿险公司投资的积极性。专业寿险投资基金正是针对此而设计的。在具备了相应的政策、法律条件下, 欲通过让寿险公司参与设立基金公司并投资于开放式基金, 成为积极的投资者, 使基金的投资组合能够更好地满足寿险公司特定投

资目标。具体而言，由若干家寿险公司共同发起设立公司型开放式的专业寿险投资基金，然后委托专业的基金管理公司来管理，各公司按出资比例分享利润、共担风险。

2. 基金的设立模型。

(1)基金的类型：基金的类型设计为公司型开放式基金。之所以选择公司型，主要是考虑到：①公司型基金需要具备法人资格，依据公司法及其相关法规设立，相比只依靠财产信托契约组建的契约型基金而言，在我国信托制度混乱的现状下更易规范；②公司型基金的投资者即为基金公司的股东，持有一定股份的股东就有权进入公司董事会，直接参与公司的经营决策。这有利于寿险公司对所投入资金的投资运作过程的控制。之所以选择开放式，则主要是考虑到：①开放式基金没有存续期限的限制，相当于长期投资工具，有利于寿险公司的长期资产负债管理；②开放式基金的规模不受限制，这就取消了寿险资金在基金投资上的规模性障碍。寿险公司还可以根据资金的宽松程度随时追加购买或赎回基金股份，较好地实现资金流动性；③开放式基金的价格完全取决于基金每单位净资产价值的大小，不受市场供求关系的影响，既不会溢价也不会折价，因此有利于消除投机于基金的现象，降低投资风险；④开放式基金有内在的激励和约束机制，投资者可根据经营业绩买卖基金股份，这有利于规范基金管理公司的管理和投资行为。

(2)基金的组织结构设计：与一般的投资基金一样，专业寿险投资基金也是由基金公司(基金发起人)、基金管理人和基金托管人作为主体进行运作的。①基金发起人：也就是基金公司，是为组建基金而专门成立的金融性股份公司。基金公司采取有限责任公司的形式，其股份以私募的方式出售给若干家寿险公司。再由各家寿险公司按出资比例组成董事会，选举董事长。它的好处就在于发行成本低，手续也比较简便。必须注意到的是，由于是私募，基金股份不得向公众出售，但可向证券公司、基金管理公司等机构投资者开放。各家寿险公司同时也是投资者，有权分享基金投资所获得的收益，但也必须承担基金投资亏损的风险。②基金管理人：是基金公司的投资顾问，基金公司将基金资产交由基金管理公司管理和投资运作。但是有关资产运用和证券买卖等重大事项，仍由基金公司董事会决策。基金管理人的选择可以有

两种方案，其一是基金公司本身即为基金管理人。它可由公司董事会公开招募具有较高专业素质的投资经理及相关投资人员，以负责基金资产的日常管理与运作。另一种方案是在现有的基金管理公司中择优选择，在运作良好的情况下，还可以将其转型为专业的寿险基金管理公司。当然，若某家基金管理公司受托后被证明不能胜任，基金公司有权加以更换。③基金托管人：可参照《证券投资基金管理暂行办法》的有关规定，由基金公司选择具备托管人条件的商业银行担任。托管人应独立开设账户，根据管理公司的指示负责保管和处分基金资产，并对基金管理公司的投资行为进行监督。这主要是依据基金的经营与保管相分开的原则，防止基金资产被挪用。

(3)基金的投资政策：寿险资金的期限较长，为基金灵活多样的投资提供了客观条件，但同时也考虑到其保值增值的要求及到期必须偿付的特点，因此基金必须遵循安全性、收益性、流动性的投资原则，以“高收益、低风险”为投资目标，以长期投资为方向，运用现代组合投资理论进行运作。基金的投资对象可以为银行存款、国债金融债券、上市公司股票及证券投资基金等。

专业寿险投资基金的构建与运作是一项长期的系统工程，本文的探讨只是初步的，还有诸多问题有待于进一步深入研究。

参考文献：

- [1] 陈东升. 中国寿险业与资本市场的协同发展[M]. 经济科学出版社, 2000年7月.
- [2] 陈宪、桂永评. 投资银行实务：基金与组合投资[M]. 立信会计出版社, 1998年.
- [3] 平安证券综合研究所课题组. 社会保险资金入市问题研究[J]. 金融与保险, 2001年第1期.
- [4] 徐权. 论保险资金证券投资的运行模式[J]. 保险研究, 2000年第11期.
- [5] 凌峰. 论证券投资保险基金的选择方案[J]. 上海保险, 2000年第11期.
- [6] 严建红. 论保险市场与资本市场的对接[J]. 保险研究, 2000年第12期.
- [7] 大鹏证券综合研究所课题组. 保险资金进入证券市场的政策与策略[J]. 金融与保险, 2000年第2期.
- [8] 孙健. 保险投资基金市场相关问题分析[J]. 保险研究, 2000年第4期.
- [9] 隆武华. 国外保险资金与股票市场[J]. 保险研究, 2000年第2期.

责任编辑 一虹